



PRATIQUES COMPTABLES DES DIRIGEANTS EN MATIERE D'APPROCHE MULTICRITERES ET DE GESTION DES RESULTATS LORS DES FUSIONS-ABSORPTIONS FRANCAISES

Jennifer Boutant

► To cite this version:

Jennifer Boutant. PRATIQUES COMPTABLES DES DIRIGEANTS EN MATIERE D'APPROCHE MULTICRITERES ET DE GESTION DES RESULTATS LORS DES FUSIONS-ABSORPTIONS FRANCAISES. La place de la dimension européenne dans la Comptabilité Contrôle Audit, May 2009, Strasbourg, France. pp.CD ROM. halshs-00459408

HAL Id: halshs-00459408

<https://shs.hal.science/halshs-00459408>

Submitted on 23 Feb 2010

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

PRATIQUES COMPTABLES DES DIRIGEANTS EN MATIERE D'APPROCHE MULTICRITERES ET DE GESTION DES RESULTATS LORS DES FUSIONS- ABSORPTIONS FRANCAISES

Jennifer BOUTANT

Docteur - Attachée Temporaire d'Enseignement et de Recherche

Université de Toulouse

Institut d'Administration des Entreprises

Centre de Recherche en Gestion

2 rue du Doyen Gabriel Marty – 31042 Toulouse cedex 09

Tel (+33) 05 61 63 56 00

Email: jennifer.boutant@univ-tlse1.fr

Résumé: L'objectif de cette recherche est d'examiner si les sociétés absorbantes adoptent une politique comptable spécifique avant une opération de fusion-absorption française, et ce à travers (1) l'étude de l'approche multicritères exigée par les autorités financières pour déterminer la parité d'échange et (2) l'étude de la gestion des résultats. Les résultats, obtenus sur un échantillon de 107 fusions entre 1997 et 2006, suggèrent (1) que certaines pratiques en matière de choix de sélection et de combinaison des critères de parité peuvent être sujettes à caution au regard des préconisations formulées par les autorités financières françaises et (2) une gestion des résultats des sociétés absorbantes l'exercice précédant l'opération.

Mots-clés : approche multicritères, gestion des résultats, parité, fusions

Abstract: The aim of this research is to examine whether acquiring firms adopt a specific accounting policy before the completion of French statutory mergers. To do so, two studies are performed using a sample of 107 listed acquiring firms between 1997 and 2006. The first one analyses the implementation of the multi-criteria approach recommended by the French financial authorities to determine the exchange ratio and the second one the earnings management of acquiring firms. Results suggest (1) that certain practices of acquiring firms' managers in selecting and combining criteria can be suspicious according to the French authorities' recommendations and (2) that acquiring firms manage earnings upwards during the year preceding the merger.

Keywords: multi-criteria approach, earnings management, exchange ratio, mergers

INTRODUCTION

La question de la détermination des conditions financières dans les fusions-acquisitions est à l'origine de vives controverses. En effet, depuis la fin des années 1980, la presse financière s'est largement fait l'écho des virulentes batailles entourant la conclusion des fusions-absorptions comme en témoignent les célèbres affaires déjà anciennes de Pinault Printemps - La Redoute (1994), d'Aérospatiale – Dassault (1996) puis celles plus récentes d'Arcelor Mittal - Arcelor (2007) et Suez – Gaz de France (2008).

Si les fusions-acquisitions sont généralement justifiées par la recherche d'une meilleure efficacité économique pour les sociétés participantes reposant essentiellement sur la réalisation de synergies économiques, financières ou managériales (Husson, 1987) ou sur le remplacement d'équipes dirigeantes insuffisamment performantes (Jensen et Ruback, 1983 ; Jensen, 1988), elles sont aussi parfois déclenchées pour des motifs financiers résultant d'une inefficience passagère des marchés financiers (Shleifer et Vishny, 2003) ou bien encore pour des motifs managériaux révélateurs de problèmes d'agence - volonté d'enracinement des dirigeants (Morck et al., 1990), mauvaise réallocation des *free cash-flows* (Jensen, 1986) et excès d'optimisme des dirigeants (Roll, 1986). En conduisant à la mise en place d'une nouvelle structure organisationnelle ainsi qu'à une nouvelle répartition du pouvoir actionnarial et managérial, les fusions-absorptions peuvent donc être source de conflits d'intérêts et de transferts de richesses substantiels. Dans ces conditions, la parité de fusion qui conditionne le nombre d'actions qui vont être échangées par les actionnaires¹ et qui participe à la répartition équitable des pouvoirs et richesses au sein du nouvel ensemble apparaît comme un point de discordance récurrent. Elle est logiquement au centre des stratégies des acteurs, en particulier des actionnaires et de leurs dirigeants.

Or dans ce contexte, les dirigeants des firmes participantes ont une position « privilégiée », celle de négocier et proposer la parité qui sera ensuite approuvée par les collectivités d'actionnaires (Art. 254 du décret du 23 mars 1967), et ce par le biais d'une approche multicritères consistant à choisir, appliquer et pondérer plusieurs critères d'évaluation pour confronter les valeurs relatives des sociétés participantes. Ces critères (actif net comptable, cours, résultats, etc.) reposant en partie sur les états financiers des sociétés participantes, ils confèrent à l'information comptable un rôle central dans la détermination de la parité. Dès lors, les dirigeants, en situation d'asymétrie informationnelle (Jensen et Meckling, 1976) et en tant que créateurs et diffuseurs de l'information comptable et financière, peuvent être incités à adopter une politique comptable spécifique avant l'opération visant à influencer la parité, et ce afin d'obtenir des conditions avantageuses soit pour eux-mêmes soit pour leurs actionnaires.

Si la littérature académique associe généralement la terminologie politique comptable à l'ensemble des choix comptables et financiers qui permettent aux dirigeants, sans enfreindre

¹ La parité d'échange peut être définie comme le nombre d'actions de la société absorbante, auxquelles donnent droit une ou plusieurs actions de la société absorbée. Elle constitue le prix de l'opération.

le cadre légal, de façonner la présentation et le contenu des états financiers (Casta, 2000), dans le cadre des fusions-absorptions, cette latitude peut permettre aux dirigeants d'influer sur la parité, en modifiant la perception de la valeur et des performances de leur entreprise. Les instruments de cette politique peuvent alors être multiples et correspondre non seulement aux choix comptables et financiers modifiant le niveau des bénéfices et influençant la structure des états financiers comme le conçoivent Schipper (1989), Cormier et Magnan (1995) puis Healy et Whalen (1999) à travers le concept de gestion des résultats, mais aussi en des choix de sélection, de mise en œuvre et de combinaison des critères de parité exigés dans l'approche multicritères (Thauvron, 2000 ; Trébucq, 2000).

La présente recherche a pour objectif de vérifier l'existence d'une politique comptable des dirigeants avant les opérations de fusion-absorption françaises, et plus précisément d'étudier les pratiques comptables des dirigeants des sociétés absorbantes en termes (1) d'approche multicritères et (2) de gestion des résultats. Deux études empiriques sont donc réalisées, et ce à partir d'un échantillon de 107 fusions-absorptions visées par la COB (désormais AMF) entre 1997 et 2006. La première étude est consacrée à l'analyse des pratiques des dirigeants en matière de sélection et de combinaison des critères de parité. Les résultats renforcent d'une part le postulat selon lequel l'information comptable est centrale dans la détermination de la parité et suggèrent d'autres part que certaines pratiques en matière de choix de sélection et de combinaison des critères de parité peuvent être sujettes à caution au regard des préconisations formulées par les autorités financières françaises. La seconde étude se concentre quant à elle sur l'estimation de la gestion des résultats des dirigeants des sociétés absorbantes avant l'opération. Elle constitue un premier approfondissement des travaux de Djama et Boutant (2006) dans le contexte des fusions-absorptions françaises. Les résultats font de nouveau apparaître des choix comptables et financiers discrétionnaires de la part des dirigeants des sociétés absorbantes l'exercice précédant l'opération.

Cet article est organisé en 4 sections. La première montre le caractère singulier des fusions-absorptions françaises par rapport aux autres opérations de rapprochement françaises et anglo-saxonnes. La seconde recense, à travers une revue de la littérature, les travaux traitant des pratiques comptables des dirigeants dans les opérations de fusion-acquisition. Les troisième et quatrième sections décrivent respectivement la méthodologie mobilisée pour les deux études empiriques et leurs résultats.

1. LE CARACTERE SINGULIER DES FUSIONS-ABSORPTIONS FRANÇAISES

Si l'environnement institutionnel français, comme dans d'autres pays européens (l'Allemagne, la Suisse par exemple), se distingue des modèles anglo-saxons par un recours plus important à l'endettement pour le financement des entreprises, par une structure d'actionnariat plus concentrée et plus souvent entre les mains de familles fondatrices (Shleifer et Vishny, 1997 ; La Porta et al. 1999 ; Faccio et Lang, 2002) puis par des mécanismes de protection des actionnaires minoritaires moins développés (Francoeur et Rakoto, 2007), plusieurs aspects singularisent le contexte français des fusions-absorptions des autres

opérations de rapprochement françaises et anglo-saxonnes. Ils rendent cette recherche d'autant plus originale.

Si le terme générique de fusion est largement usité pour faire référence à l'ensemble des opérations de regroupement d'entreprises, il induit très souvent la confusion entre les fusions au sens strict (Art.236-1 du Code de Commerce) et les acquisitions, deux techniques juridiques de rapprochement pourtant bien distinctes. Les fusions-absorptions qui appartiennent à la première catégorie, impliquent non seulement un échange d'actions entre actionnaires mais aussi une disparition de la société absorbée dont le patrimoine va être intégralement apporté à la société absorbante. Il s'agit là d'opérations irréversibles qui peuvent conduire à une dilution substantielle du capital et des droits de vote. Elles se distinguent des acquisitions qui ne correspondent qu'à des prises de participation, généralement opérées par le biais d'offres publiques lorsque les sociétés sont cotées, et dont le mode de paiement n'implique pas nécessairement de risque de dilution.

En France, les fusions-absorptions peuvent s'apparenter à des prises de contrôle ou à des restructurations à l'intérieur d'un groupe. Elles peuvent constituer une opération à part entière ou être une simple étape intervenant après une (des) prise(s) de participation ou de contrôle. D'après le rapport Lepetit (1996) ainsi que les statistiques annuelles de l'AMF, plus de 80% des fusions intervenues depuis 1992 l'ont été entre une société mère et sa fille. Les fusions-absorptions, si elles ne sont pas les plus nombreuses (164 opérations ont été visées par l'AMF entre 1997 et 2006), constituent la première modalité de regroupement impliquant au moins une société cotée en raison des montants engagés (121 milliards d'euros entre 1997 et 2006, soit 40% du montant total des opérations de rapprochement² - 303 milliards d'euros - visées par l'AMF sur cette période). S'y intéresser est donc d'autant plus justifié qu'il s'agit des opérations les plus importantes (en valeur) sur le marché français.

En outre, il n'existe pas d'équivalent véritable des fusions-absorptions françaises à l'étranger. Certes, le cas des fusions légales « *statutory mergers* » donnant lieu à transmission universelle du patrimoine de la société absorbée et à la disparition de celle-ci après l'opération existe, notamment aux Etats-Unis ou en Grande Bretagne. Toutefois, le mode de rémunération de ces opérations est libre (rapport Lepetit, 1996). La simple majorité des droits de vote des actionnaires est requise et l'exclusion du vote des actionnaires majoritaires lors de l'assemblée générale de la société absorbée est prévue pour garantir les intérêts des minoritaires (rapport Naulot, 2005)³. Si dans le dispositif français, les majoritaires prennent nécessairement part au vote et peuvent tenter d'imposer les termes de l'opération aux minoritaires, les modalités d'information du marché et de contrôle y sont aussi plus contraignantes. Là où les sociétés anglo-saxonnes sollicitent elles-mêmes des experts indépendants pour obtenir des attestations d'équité, les sociétés françaises sont tenues en sus

²Ces statistiques sont issues des rapports annuels de la COB puis AMF. Elles intègrent les opérations suivantes : fusions-absorptions, apports partiels d'actifs, scissions, offres publiques d'achat, d'échange, mixtes, garanties de cours, offres publiques de retrait, de retrait suivies d'un retrait obligatoire.

³Aux Etats-Unis, la réglementation varie d'un Etat à l'autre. Certains Etats exigent l'exclusion du vote des actionnaires majoritaires lors de l'assemblée générale de la cible. D'autres prévoient l'absence de vote quand la société mère détient plus de 90% de sa filiale, dès lors une indemnisation en numéraire est accordée aux actionnaires minoritaires. En Grande Bretagne, les actionnaires détenant plus de 10% des droits de vote de la société absorbée ne peuvent prendre part au vote lors de l'assemblée générale de celle-ci.

de communiquer un prospectus d'information (nommé document E) visé par l'AMF et contrôlé par un commissaire à la fusion, spécialement désigné par le président du tribunal de commerce pour garantir les intérêts de chacun. En effet, le mode de détermination de la parité dans le contexte français des fusions-absorptions reposant sur une pesée comparative des valeurs des sociétés participantes fondée sur une approche multicritères, le rôle des chiffres comptables est ainsi accentué, tout comme la discrétion des dirigeants dans le choix, la mise en œuvre et la combinaison des différents critères de parité. Cette situation justifie de nouveau l'intérêt de cette recherche sur les pratiques comptables des dirigeants en matière d'approche multicritères et de gestion des résultats lors des fusions-absorptions.

2. LES PRATIQUES COMPTABLES DES DIRIGEANTS DANS LES FUSIONS-ACQUISITIONS : UNE ABSENCE DE CONSENSUS

Essentiellement initiés dans des contextes anglo-saxons, les travaux académiques traitant des pratiques comptables des dirigeants lors des fusions-acquisitions se sont surtout consacrés à vérifier l'existence d'une gestion des résultats lors de prises de contrôle ou de restructurations réalisées par le biais d'acquisitions, et ce en distinguant les cas des sociétés initiatrices (acquéreuses) et cibles (acquises). Si les fusions-absorptions présentent des particularités juridiques indéniables, sur le plan des motivations prévalant à leur déclenchement, celles-ci sont relativement semblables aux acquisitions dans la mesure où elles peuvent également servir des objectifs de prise de contrôle ou de restructuration. En outre, dans les fusions françaises, les sociétés absorbantes peuvent non seulement être à l'initiative mais aussi la cible de l'opération⁴. Les pratiques comptables des dirigeants des sociétés absorbantes en matière de gestion de résultats peuvent de ce fait être similaires à celles des dirigeants initiateurs et cibles d'acquisitions.

S'inscrivant dans le prolongement de la théorie politico-contractuelle (Watts et Zimmerman, 1978, 1986) selon laquelle les dirigeants adoptent des choix comptables et financiers pour maximiser leurs richesses, pour minimiser les coûts de financement ou les coûts politiques supportés par leur entreprise, les travaux empiriques relatifs aux fusions-acquisitions postulent une gestion des résultats des dirigeants des sociétés participantes avant l'opération. Selon ces travaux, les dirigeants des sociétés initiatrices adoptent des choix comptables et financiers qui augmentent la valeur de leur firme dans le but de diminuer le coût de l'opération et ce d'autant plus lorsque cette dernière est financée par actions. L'objectif est alors de limiter le nombre d'actions à émettre afin de réduire les effets dilutifs de l'arrivée de nouveaux actionnaires (Erickson et Wang, 1999). Quant aux dirigeants des sociétés cibles, ils tentent soit de maximiser la valeur de leur entreprise soit au contraire de la minimiser. Dans le premier cas, leurs objectifs consistent à obtenir un prix ou un nombre d'actions de la société initiatrice le plus élevé possible pour leurs actionnaires (comportement efficient) et/ou à préserver leurs intérêts personnels (comportement opportuniste), en particulier en termes d'emploi et de rémunération (Christie et Zimmerman, 1994). Dans le second cas, les

⁴Le règlement CRC 2004-01 précise que la société dont l'actionnaire principal avant l'opération devient (ou reste) l'actionnaire principal de l'ensemble (ou de l'absorbante) après l'opération est la société initiatrice, la société adverse étant la cible.

dirigeants cherchent à faciliter la transaction avec l'initiateur (Missonier-Piera et Ben-Amar, 2007). Les résultats de ces différents travaux sont à présent développés.

2.1. La gestion des résultats des sociétés initiatrices

Depuis une dizaine d'années, quelques recherches se sont intéressées aux pratiques comptables des dirigeants des sociétés initiatrices avant une opération de fusion-acquisition. Si toutes ces études postulent une gestion à la hausse des bénéfices, les résultats obtenus demeurent relativement contrastés. Erickson et Wang (1999) sont les premiers à montrer, lors d'acquisitions financées par échange d'actions, l'existence d'une telle gestion des résultats chez les sociétés initiatrices. Pour ces auteurs, les dirigeants cherchent à améliorer la valeur des titres de leur société, les cours boursiers, afin de diminuer le nombre d'actions à émettre et ainsi minimiser la probabilité de dilution des bénéfices par action et des droits de vote des actionnaires préexistants de l'acquéreuse. Les résultats, obtenus à partir d'un échantillon de 55 sociétés acquéreuses américaines entre 1985 et 1990, font apparaître des ajustements comptables discrétionnaires positifs et significatifs les derniers trimestres précédant l'opération. Plus récemment, Abdul Rahman et Abu Bakar (2002), Baik et al. (2007) puis Botsari et Meeks (2008) confirment ces résultats dans des contextes nationaux différents, respectivement sur les marchés malaysien, américain et britannique. Dans le contexte français, seuls l'étude de Djama et Boutant (2006) a montré une gestion à la hausse des résultats sur un échantillon de 67 fusions-absorptions intervenues entre 1999 et 2005. En revanche, Da Silva Rosa et al. (2000), Heron et Lie (2002) puis Koumanakos et al. (2005) dans les contextes australien, américain et grecque, n'ont pas pu démontrer l'existence d'un comportement visant à améliorer les résultats des sociétés acquéreuses et ce quel que soit le mode de financement (numéraire et/ou actions).

Plusieurs autres études ont testé le lien entre la gestion des résultats des sociétés initiatrices avant une offre publique et la réaction des marchés autour de l'annonce et après l'opération. Pour Shivakumar (2000), l'adoption de choix comptables ne vise pas à tromper les investisseurs mais correspond à une réponse rationnelle de la part des dirigeants aux corrections à la baisse qu'opèrent les marchés sur la valeur de toutes les sociétés à l'initiative d'une prise de contrôle. En effet, celui-ci postule que les marchés anticipent le comportement manipulateur des dirigeants et diminuent par conséquent la valeur des titres desdites sociétés. Aucune distinction n'étant opérée par les marchés entre les sociétés procédant à des ajustements comptables et celles n'en n'effectuant pas, les dirigeants se retrouvent lésés s'ils n'augmentent pas artificiellement la valeur de leur société, la diminution de la valeur des titres augmentant le nombre d'actions à émettre. Ses résultats, portant sur un échantillon de 1222 offres publiques américaines intervenues entre 1983 et 1992, confortent cette hypothèse en établissant un lien négatif et significatif entre les rendements anormaux autour de l'annonce de l'opération et le niveau de gestion des résultats. Louis (2004) puis Francoeur et Rakoto (2007) considèrent quant à eux que l'adoption d'ajustements comptables avant l'opération peut expliquer les faibles performances du nouvel ensemble après l'opération, ceci en raison du renversement des choix comptables et financiers d'un exercice à l'autre. Leurs résultats soutiennent leur hypothèse, et ce dans les contextes américain et canadien. En effet, ces auteurs obtiennent une gestion à la hausse des résultats avant l'opération et un lien négatif et

significatif de celle-ci avec les rendements anormaux des sociétés initiatrices estimés jusqu'à 3 ans après l'opération.

Enfin, Asano et al. (2007) considèrent que la nature de l'opération (prise de contrôle *versus* restructuration) peut influencer la gestion des résultats des dirigeants des sociétés initiatrices. En utilisant un échantillon de sociétés acquéreuses japonaises, ces chercheurs montrent que seules les sociétés à l'initiative d'une restructuration gèrent à la hausse leurs bénéfices avant l'opération. Toutefois, contrairement aux travaux précédents, leurs résultats ne permettent pas d'établir un lien significatif entre les réactions du marché autour de l'annonce de l'opération et la gestion des résultats.

2.2. La gestion des résultats des sociétés cibles

Plusieurs études se sont également intéressées aux pratiques comptables des dirigeants des sociétés cibles de fusions-acquisitions. Les résultats obtenus restent là aussi contrastés. Selon Groff et Wright (1989) puis Christie et Zimmerman (1994), les sociétés cibles d'une prise de contrôle sont plus incitées à adopter des choix comptables et financiers améliorant leurs bénéfices que les autres sociétés. Leurs résultats, dégagés à l'issue de l'analyse de trois choix de méthodes comptables (choix des méthodes d'amortissement, d'évaluation des stocks et de comptabilisation des crédits d'impôts sur investissement) de sociétés cibles américaines, confirment cette hypothèse.

Pour Erickson et Wang (1999) puis North et O'Connell (2002), la gestion des résultats des dirigeants des sociétés cibles d'acquisitions américaines vise à maximiser le nombre d'actions que vont obtenir les actionnaires desdites sociétés. A partir de l'analyse des ajustements discrétionnaires de sociétés cibles, les premiers ne parviennent pas à obtenir de résultats probants alors que les seconds n'aboutissent à des résultats significatifs que dans le cas d'opérations financées par actions. Sundgren (2003) obtient quant à lui dans le contexte finlandais une gestion à la hausse des résultats des sociétés cibles.

Pour d'autres chercheurs, ce type de comportement peut également viser à améliorer la rémunération des dirigeants avant l'opération, à diminuer les risques de perte de leur emploi ou bien à faire échouer une offre qu'ils jugent insuffisante. Ainsi conformément à l'hypothèse disciplinaire des prises de contrôle, Easterwood (1998) postule que les dirigeants, lorsqu'ils sont la cible d'une prise de contrôle hostile, sont plus incités à adopter des choix comptables et financiers améliorant la performance de leur entreprise que lors d'opérations amicales. En effet, les premiers doivent convaincre les actionnaires de leur bonne gestion afin de conserver leur emploi. L'auteur valide cette hypothèse en observant des ajustements comptables discrétionnaires positifs et significativement plus importants dans les opérations hostiles. Eddey et Taylor (1999) examinent quant à eux la gestion des résultats des dirigeants cibles dans le contexte spécifique australien des prises de contrôle dans lequel les dirigeants sont tenus d'émettre une opinion à destination de leurs actionnaires sur les termes de l'opération. Ces auteurs considèrent que les dirigeants qui s'opposent à une offre vont adopter des choix comptables améliorant les résultats afin de dissuader les actionnaires d'approuver l'offre qui pourrait nuire à leurs propres intérêts. A l'inverse, ceux qui soutiennent une offre peuvent adopter des choix diminuant les résultats afin de donner l'illusion d'une offre plus attractive et

donc négocier en contrepartie avec la société adverse des avantages personnels. Cependant, leurs résultats sont contraires aux prédictions. Les ajustements comptables observés sont non significatifs en cas d'approbation des dirigeants et contraires à leurs prédictions (soit négatifs) dans le cas d'un rejet.

Thauvron (2000) soutient l'hypothèse d'une gestion à la baisse des résultats des sociétés cibles dans le contexte français des restructurations ou fermetures de capital. En effet, à l'instar des opérations de *management buy out* (DeAngelo, 1986 ; Perry et Williams, 1994 ; Wu, 1997 ; Le Nadant, 1999), celui-ci considère que les dirigeants des sociétés mères initiatrices tentent de diminuer les résultats de leurs filiales cibles pour minimiser le prix payé aux actionnaires minoritaires de celles-ci. Ses résultats vont dans ce sens. Ils révèlent une diminution systématique des bénéfices des sociétés cibles l'exercice précédant la restructuration. En outre, l'auteur démontre que les dirigeants peuvent aussi proposer un prix réduit en sélectionnant des méthodes de valorisation de la cible peu informatifs et qui font apparaître de fortes primes. L'objectif est alors d'inciter les actionnaires à approuver l'offre en leur donnant l'illusion d'une rémunération plus ou moins favorable par rapport à ce dont il aurait pu prétendre⁵. Enfin, Missonier-Piera et Ben-Amar (2007) corroborent l'hypothèse d'une gestion à la baisse chez les sociétés cibles. Ils parviennent à montrer l'existence d'ajustements comptables négatifs dans le cadre d'offres publiques d'achat suisses. Pour ces auteurs, ce comportement traduirait la volonté des dirigeants de faciliter la transaction avec la société adverse même si cela conduit à minorer le prix offert pour les titres de leurs actionnaires.

Au terme de cette revue de la littérature des pratiques comptables des dirigeants dans les fusions-acquisitions, il ressort que les dirigeants peuvent tenter d'influencer la parité d'échange (ou le prix si le mode de paiement est en numéraire) au moyen d'une gestion des résultats et des méthodes d'évaluation des sociétés participantes. Si les travaux antérieurs n'ont pu parvenir à un consensus quant à la direction de la gestion des résultats, ils nous permettent cependant dans le contexte original des fusions-absorptions françaises de venir enrichir la littérature existante. Ils nous permettent ainsi de postuler l'existence de choix comptables et financiers discrétionnaires de la part des sociétés absorbantes, et ce par le biais non seulement de la mise en œuvre de l'approche multicritères mais aussi d'une gestion des résultats.

3. LA METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE

La méthodologie est composée de deux phases successives. La première consiste en une analyse des pratiques des dirigeants en matière de choix de sélection et de combinaison des critères de parité. La seconde vise à tester l'existence d'une gestion des résultats des sociétés

⁵Ces résultats vont dans le sens des travaux de Trébucq (2000) dans le contexte français des fusions-absorptions intervenues entre 1992 et 1996. En effet, ils indiquent que les dirigeants peuvent influencer la détermination de la parité par la sélection discrétionnaire de certains critères d'évaluation, par leur mode de calcul biaisé et parfois non uniforme entre les sociétés participantes puis par le poids conféré aux différents critères pour déterminer la parité finale.

absorbantes avant l'opération de fusion. L'échantillon d'analyse est d'abord présenté, suit alors la description des deux études empiriques.

3.1. L'échantillon de sociétés absorbantes

L'échantillon de sociétés absorbantes est constitué à partir des opérations de fusion-absorption intervenues entre sociétés françaises entre 1997 et 2006. L'échantillon de départ est composé de toutes les fusions-absorptions visées par la COB/AMF sur la période d'étude, soit 164 opérations selon ses propres statistiques annuelles. Pour qu'une fusion soit retenue, les sociétés absorbantes doivent être cotées à la Bourse de Paris et disposer d'une activité industrielle ou commerciale⁶. Cette étape nous conduit à éliminer 40 opérations. Ensuite, les opérations pour lesquelles l'absorbante a déjà participé à une fusion dans les 5 années qui la précèdent sur la période d'étude sont également éliminées. Cette nouvelle étape nous conduit à exclure 15 opérations. L'échantillon final est alors composé de 107 opérations. Celui-ci dispose d'un fort pouvoir de représentation de la population des fusions-absorptions (2/3 des opérations visées par la COB/AMF sur la période d'étude).

Tableau 1. Distribution de l'échantillon

Partie A: Echantillon de sociétés absorbantes par année

Années	Echantillon Initial	Echantillon Final	Echantillon Final (%)
1997	18	12	67
1998	22	19	86
1999	15	9	60
2000	35	18	52
2001	19	12	63
2002	13	8	62
2003	6	2	33
2004	15	12	80
2005	10	4	40
2006	11	11	100
Total	164	107	65

Partie B: Echantillon de sociétés absorbante par initiative

Position de la société absorbante	N	%
Initiatrice	52	48
Cible	55	52
Total	107	100

S'agissant de la distribution de l'échantillon, le nombre d'opérations sur la première moitié de cette période est relativement élevé et correspond à la vague d'opérations de fusion-acquisition intervenues à la fin des années 1990 et ce jusqu'à l'éclatement de la bulle Internet fin 2000. La seconde moitié après 2001 marque un net ralentissement avec en moyenne une dizaine d'opérations par an. De la même manière, notre échantillon comprend plus d'opérations en début qu'en fin de période d'étude (tableau 1a). Par ailleurs, la répartition des sociétés absorbantes selon l'initiative de l'opération est relativement équilibrée puisque que celles-ci sont dans 48% des cas à l'initiative de l'opération et dans 52% de cas la cible de l'opération (tableau 1b).

⁶Les fusions pour lesquelles l'absorbante exerce une activité purement financière ou d'assurance sont exclues en raison des motivations et réglementations comptables spécifiques à ces sociétés.

3.2. L'étude des pratiques de sélection et de combinaison des critères de parité

Si aucune règle légale ne vient imposer le mode de détermination de la parité d'échange, plusieurs recommandations (COB, 1977 ; Lepetit, 1996 ; Naulot, 2005)⁷ existent et en posent les principes directeurs. Selon ces recommandations, la parité d'échange s'obtient par confrontation des valeurs relatives des sociétés participantes, déterminées selon une approche multicritères consistant à examiner et apprécier le prix proposé au regard de plusieurs critères d'évaluation. Selon celles-ci, les critères mobilisés doivent être multiples sans être excessifs, significatifs, appropriés compte tenu de l'activité des sociétés, de la nature de l'opération et des intérêts en présence ainsi que non redondants. Plus récemment, le rapport Naulot recommande en sus d'examiner les critères pris dans chacune des familles de méthodes d'évaluation (analogiques et intrinsèques) et de confondre les résultats obtenus avec les références disponibles (actifs nets, cours, transactions récentes et cours-cibles).

Dans ce contexte, la première étude mise en œuvre vise à observer les pratiques des dirigeants des sociétés absorbantes en matière de sélection et de combinaison des critères d'évaluation de leur société. Celle-ci doit nous permettre d'apprécier l'étendue des choix des dirigeants en matière d'approche multicritères, le rôle déterminant de l'information comptable dans la détermination de la parité et donc également l'opportunité pour les dirigeants d'adopter une gestion des résultats influençant la mise en œuvre des différents critères. Pour atteindre cet objectif et à l'instar de Thauvron (2000) et Djama et Boutant (2006) dans le contexte français, des analyses de fréquence horizontale et verticale des critères de parité utilisés sont d'abord réalisées. En sus, deux analyses factorielles des correspondances sont opérées afin d'observer une éventuelle évolution des pratiques d'évaluation au cours de la période d'étude ainsi que d'éventuelles pratiques sectorielles. Le travail revient en fait ici à dresser deux tableaux de contingence croisant d'une part les méthodes utilisées pour évaluer les sociétés absorbantes puis d'autre part les années de fusion et les secteurs d'activité d'appartenance de ces sociétés. Le but est alors d'étudier le lien statistique entre ces variables qualitatives. Par ailleurs, des analyses de fréquence des critères déterminants ainsi que des analyses de corrélation et de régression entre les parités théoriques fournies par les différents critères et les parités finalement retenues ont été effectuées. L'objectif est alors d'identifier les critères qui contribuent le plus à expliquer le ratio d'échange définitif et *in fine* les choix discrétionnaires de la part des dirigeants en matière de combinaison des critères mobilisés. Cette première étude se distingue donc de celle de Djama et Boutant (2006) dans la mesure où elle tente d'identifier des comportements discrétionnaires en matière d'approche multicritères.

La collecte des données a été opérée à partir des traités de fusion disponibles sur le site internet de l'AMF ou obtenus auprès des greffes des Tribunaux de Commerce des sociétés concernées. Ont été collectés les parités finales fixées lors de chacune des opérations étudiées,

⁷ Recommandation de la COB de juillet 1977 relative à « l'information des actionnaires et la rémunération des apports en nature dans les opérations de fusion, scission ou apport partiel d'actif » ; Rapport Lepetit de la COB relatif à « La protection des actionnaires minoritaires dans les opérations de fusion et garantie de cours », 01.09.1996, <http://www.amf-france.org> ; Rapport Naulot de l'AMF intitulé « Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées », 13.04.05, <http://www.amf-france.org>

les critères utilisés pour évaluer les sociétés absorbantes ainsi que les parités théoriques induites par ces différents critères.

3.3. L'étude de la gestion des résultats

La seconde étude a pour but de vérifier l'existence d'une gestion des résultats de la part des dirigeants des sociétés absorbantes l'exercice précédant l'opération. Conformément aux travaux empiriques sur la gestion des résultats dans le contexte des fusions-acquisitions, la notion d'*Accruals*⁸ est mobilisée pour estimer les ajustements comptables discrétionnaires des dirigeants. Pour y parvenir, les *Accruals* totaux sont d'abord déterminés, et ce à partir des comptes sociaux⁹ des sociétés absorbantes collectés à partir de la base de données *Point Risk* et selon la méthode additive suivante :

$$AT_{it} = \Delta BFR_{it} - DA_{it} - DP_{it} + REP_{it} + PI_{it}$$

Avec pour la société i pour la période t

AT : *Accruals* totaux

ΔBFR : variation du besoin en fonds de roulement

DA : dotations aux amortissements

DP : dotations aux dépréciations et provisions

REP : reprises sur dépréciations et provisions

PI : production immobilisée

Les *Accruals* totaux sont composés de deux parties : l'une non-discrétionnaire inhérente à l'application sincère et fidèle des principes comptables d'engagement et une autre discrétionnaire correspondant à la gestion des résultats des dirigeants. Cette seconde partie est estimée dans cette étude au travers de deux techniques : l'une inspirée de l'approche de DeAngelo (1986), l'autre fondée sur une version modifiée du modèle de Jones (1991).

Selon l'approche de DeAngelo (1986), la partie non-discrétionnaire des *Accruals* est constante dans le temps. Dès lors, toute variation d'une période à une autre correspond à des ajustements discrétionnaires des dirigeants. Ainsi à l'instar de Le Nadant (1999), Thauvron (2000) dans le contexte des fusions-acquisitions françaises, une analyse de l'évolution des *Accruals* totaux et de leurs composantes est donc opérée afin de mettre en relief l'existence de variations anormales de ces postes à l'approche de l'opération. Nous procédons pour ce faire à des comparaisons de moyennes sur une période de 5 exercices précédant l'opération. Une gestion à la hausse (baisse) des résultats devrait se traduire par l'observation de moyennes statistiquement positives (négatives) des variations des postes de reprises et de production immobilisée, par une différence de moyenne positive (négative) de la variation du BFR ainsi que par des moyennes négatives (positives) des variations des postes de dotations aux amortissements et de dotations aux dépréciations et provisions. Cette technique n'intégrant

⁸Les *Accruals* (traduits par variables comptables de régularisation) recensent l'ensemble des ajustements comptables qui permettent de passer d'une comptabilité de trésorerie à une comptabilité d'engagement. Ils correspondent à la différence entre le résultat net d'un exercice et les flux de trésorerie générés par l'activité de l'entreprise sur cette même période.

⁹A l'instar de plusieurs études françaises antérieures (Perier, 1997 ; Le Nadant, 1999), les comptes sociaux sont préférés aux comptes consolidés. Ce choix se justifie par le fait qu'une majorité des fusions-absorptions françaises impliquent des sociétés disposant de liens de capital et de contrôle importants (>40%). Ces sociétés opèrent de fait une consolidation des comptes des unes par les autres. L'étude de comptes individuels évite dès lors la prise en compte des agrégations des postes comptables, dont ceux des filiales potentiellement manipulables.

pas les facteurs économiques propres à chaque société participante, une seconde approche est mobilisée pour renforcer les résultats.

La seconde technique repose sur un modèle d'estimation des *Accruals* discrétionnaires, inspiré du modèle de Jones (1991) et modifié selon les apports de Dechow et al. (1995) puis de Rees et al. (1996), en intégrant la variation des créances clients ainsi que les flux de trésorerie de l'exercice au modèle de Jones (1991) initial. Ainsi, il est postulé que seule l'augmentation des ventes n'ayant pas de contrepartie immédiate dans les créances clients est explicative des choix discrétionnaires des dirigeants. De plus, une part substantielle des flux de trésorerie étant fortement liée au niveau des accruals, celle-ci est assimilée à des choix non discrétionnaires. Le modèle s'écrit alors comme suit :

$$AT_{it} = \alpha + \beta_1(\Delta CA_{it} - \Delta CC_{it}) + \beta_2 IMMO_{it} + \beta_3 FT_{it} + \varepsilon_{it}$$

Avec pour la société i à la période t

AT : Accruals totaux

ΔCA : variation du chiffre d'affaires

ΔCC : variation des créances clients

$IMMO$: immobilisations corporelles brutes

FT : flux de trésorerie générés par l'activité de l'entreprise

α, β_1, β_2 : paramètres de régression, ε terme d'erreur

Les paramètres α, β_1, β_2 et β_3 sont estimés à partir de ce modèle (en excluant la variation des créances clients). Toutes les variables sont standardisées par le total d'actif net de l'exercice précédant afin de réduire les problèmes d'hétéroscédasticité. La collecte des données financières des entreprises n'ayant pu être opérée au-delà de 6 années avant la fusion, les paramètres sont estimés selon la technique des moindres carrés ordinaires, par secteur d'activité, en utilisant toutes les observations disponibles pour les exercices précédant l'année test, soit en « régression poolée » comme l'ont antérieurement pratiqué Cormier et al. (1998), Jeanjean (2002), Mard (2002), Djama et Boutant (2006) puis Missonier-Piera et Ben-Amar (2007). Les paramètres estimés $\bar{\alpha}, \bar{\beta}_1, \bar{\beta}_2, \bar{\beta}_3$ sont ensuite utilisés dans la version complète du modèle (incluant la variation des créances clients) afin de prédire les *Accruals* non discrétionnaires de l'année test. Le montant obtenu est alors confronté aux *Accruals* totaux réellement constatés pour cette période. La différence constitue ainsi une approximation de la part discrétionnaire des ajustements comptables opérés par les dirigeants pour cette période.

$$AD_{it} = AT_{it} - [\bar{\alpha} + \bar{\beta}_1(\Delta CA_{it} - \Delta CC_{it}) + \bar{\beta}_2 IMMO_{it} + \bar{\beta}_3 FT_{it}]$$

Avec pour la société i à la période t

AD : Accruals discrétionnaires

Enfin pour conforter le fait que les dirigeants adoptent une gestion des bénéfices en raison de l'opération de fusion, les résultats sont confrontés à ceux obtenus pour un échantillon de contrôle composé de sociétés n'ayant pas participé à une fusion et qui sont comparables aux sociétés absorbantes en termes d'activité (appréciée au regard du code NAF à 2 ou 3 chiffres) et de taille (appréciée selon le total d'actif) l'année précédant la fusion. *In fine*, cette seconde étude, en utilisant un échantillon élargi (40 opérations supplémentaires) et des mesures des *accruals* affinées (une période de référence allongée et une classification sectorielle plus fine), doit permettre l'approfondissement des travaux de Djama et Boutant (2006).

4. LES RESULTATS DE LA RECHERCHE

Les résultats sont abordés en deux temps. D'abord sont présentés les résultats relatifs à l'étude des pratiques des dirigeants en matière d'approche multicritères. Ensuite sont exposés ceux traitant de la gestion des résultats de ces dirigeants.

4.1. Les pratiques de sélection et de combinaison des critères de parité

Sur les 107 fusions-absorptions composant l'échantillon, seules 105 ont pu être étudiées du fait de la disponibilité des données. A partir de l'analyse des fréquences des critères de parité utilisés, il ressort tout d'abord un usage prédominant du cours (61% des opérations), de l'actif net réévalué (37%) et des résultats (30%) pour évaluer les sociétés absorbantes. Ce résultat, s'il rejoint les conclusions d'Erhel (1980) et Trébucq (2000) pour des opérations de fusion-absorption antérieures intervenues respectivement entre 1970 et 1977 puis 1992 et 1996 ainsi que celles de Djama et Boutant (2006), est également conforté lorsque l'on réitère l'analyse en scindant l'échantillon selon la nature et l'initiative de l'opération (tableau 2).

Tableau 2. Fréquences d'utilisation des critères d'évaluation des sociétés absorbantes (en %)

Critères	Total	Restructuration		Prise de contrôle	
		Cible	Initiatrice	Cible	Initiatrice
<i>N</i>	105	42	37	10	16
Cours de bourse (Cours)	60,95	61,90	56,76	60,00	68,75
Actif net réévalué (ANR)	37,14	35,71	43,24	10,00	43,75
Résultats (RES)	30,48	11,90	59,46	20,00	18,75
Flux de trésorerie (DCF)	20,00	4,76	29,73	20,00	37,50
Dividendes (DIV)	12,38	4,76	24,32	0	12,50
Nb d'actions détenues (NBAD)	10,48	16,67	5,41	20,00	0
Actif net comptable (ANC)	8,57	2,38	18,92	10,00	0
Multiples (MUL)	8,57	4,76	16,22	0	6,25
Transactions antérieures (TRAN)	8,57	9,52	8,11	10,00	6,25
Chiffre d'affaires (CA)	6,67	4,76	2,70	30,00	6,25
Marge Brute Autofin. (MBA)	6,67	2,38	8,11	0	18,75
Excédent Brut d'Exploit. (EBE)	0,95	0	0	10,00	0
Valeur nominale de l'action (VNA)	0,95	0	2,70	0	0

A partir de l'analyse des fréquences des critères par opération (tableau 3), il apparaît ensuite qu'en moyenne 2.12 critères sont mobilisés, leur nombre variant de 1 à 6. Les pratiques semblent toutefois relativement homogènes. Dans 95% des opérations, 4 critères au maximum sont employés alors que pour 49% d'opérations, il n'y en a qu'1. Ce dernier résultat est pour le moins surprenant car en contradiction avec l'approche multicritères préconisée par la COB/AMF pour garantir une parité équitable.

Tableau 3. Nombre de critères utilisés par opération

	Total	Restructuration		Prise de contrôle	
		Cible	Initiatrice	Cible	Initiatrice
<i>N</i>	105	42	37	10	16
Moyenne	2,12	1,60	2,76	1,90	2,19

Dans respectivement 53% et 18% des absorptions, ce sont le cours de bourse et l'ANR qui sont les seuls critères mentionnés pour fixer la parité. Si dans plus de la moitié des cas, une référence unique au cours de bourse va à l'encontre des préconisations de la COB/AMF, elle renvoie aussi implicitement à l'hypothèse d'efficience des marchés. En effet, le cours étant censé refléter la meilleure estimation de la valeur intrinsèque de l'entreprise, le recours à d'autres critères n'apparaît pas pertinent dans cette logique. Toutefois, une telle pratique peut être préjudiciable aux actionnaires de la société absorbante cible, en particulier lorsqu'il s'agit d'une restructuration où les titres de la société sont généralement moins liquides. En réitérant

l'analyse pour chacun des 4 sous-échantillons, des différences de pratiques apparaissent selon l'initiative de l'opération. En effet, les sociétés cibles mobilisent moins de critères (moyenne inférieure à 2) que les sociétés initiatrices. Ils sont d'ailleurs moins souvent fondés sur des critères comptables. En outre, sur les 49% opérations où un seul critère est mis en œuvre, 75% correspondent à des restructurations (38 fusions), dont 55% sont des sociétés cibles (28 fusions) et dont une majorité n'utilise que le cours de bourse. Au vu de ces résultats, force est de constater que l'approche multicritères n'est toujours pas aujourd'hui adoptée de manière systématique quelles que soient la nature et l'initiative de l'opération. Sur ce point, le problème se pose alors de savoir si la confrontation d'un nombre restreint de critères permet réellement aux actionnaires d'apprécier le caractère équitable du rapport d'échange qui leur est proposé. La situation est encore pire lorsqu'aucune fourchette de valeur n'est déterminée pour l'absorbante comme c'est le cas dans près de la moitié des opérations. La méthode d'évaluation choisie peut permettre aux dirigeants de justifier la valeur souhaitée pour leurs sociétés tout en écartant celles fournissant des parités contraires à leurs objectifs. Dans ces conditions, le mode de détermination de la parité peut être sujet à caution. Pour peu que l'information fournie sur le mode de calcul du (des) critère(s) soit également peu détaillée, la parité retenue devient en sus difficilement contestable. Cette situation amène légitimement à s'interroger sur le concept même d'approche multicritères. Si la COB/AMF préconise d'examiner la parité au regard de plusieurs méthodes, elle ne considère pas pour autant comme contradictoire le fait de n'utiliser à titre exceptionnel qu'un seul critère. Pourtant vu l'ampleur de l'exception (près de 50% des cas), on peut s'interroger sur les véritables garanties d'une telle approche pour les actionnaires minoritaires.

Deux analyses factorielles ont ensuite été opérées afin d'identifier une éventuelle évolution des pratiques sur la période d'étude ainsi que d'éventuelles pratiques sectorielles. Ces analyses ont respectivement consisté en l'examen de la relation entre d'une part les critères d'évaluation utilisés puis d'autre part les années de fusion et le secteur d'activité des absorbantes. De façon globale, les résultats ne font apparaître un lien significatif qu'entre les critères d'évaluation et les secteurs d'activités ($\chi^2=32,005$; sign.=0,043), pas pour les années de fusion ($\chi^2=26,239$; sign.=0,158).

Les résultats de la première analyse ne révèlent donc pas une évolution globale significative des pratiques entre 1997 et 2006. Seul un recours moins important de l'ANC au profit des DCF a pu être constaté. Depuis 2002, l'ANC n'a en effet plus été utilisé alors que la référence aux DCF devient significativement plus marquée depuis 2005. Plusieurs événements peuvent expliquer cette évolution. En effet, si l'on reproche généralement à l'ANC de fournir une vision statique de la valeur de l'entreprise, l'entrée en vigueur des normes IAS/IFRS modifiant les méthodes comptables de valorisation des actifs a contribué au développement des techniques fondées sur les perspectives futures de l'entreprise. De même, les publications successives de la directive OPA (2004/25 du 21.04.04) puis du rapport Naulot (2005) en demandant un recours systématique aux DCF ont pu influencer les pratiques des dirigeants des fusions-absorptions. Plus généralement, il ressort une place relativement importante des critères comptables (essentiellement ANC, ANR, résultats) même si celle-ci a légèrement diminué au cours de la période d'étude. Avant 2000, ces derniers représentent près de la moitié des critères mises en œuvre alors qu'ils n'en représentent plus que 35% après 2003.

Les résultats de la seconde analyse révèlent quant à elle des pratiques sectorielles en matière de choix des critères. Le tableau 4 reprend les relations les plus significatives entre les principaux critères d'évaluation et secteurs d'activité des sociétés absorbantes.

Tableau 4. Relations entre les critères d'évaluation et les secteurs d'activité des sociétés absorbantes

	Attractions	Répulsions
Energies et eau + Machines et équipements	ANC, RES	
Chimie, plastiques et pharmacie + Services et communication + BTP et manutention	ANR	ANC
Métallurgie et sidérurgie	ANC	ANR, DCF
Textile et habillement	ANR	DCF
Haute technologie + Distribution	COURS, DCF	ANR, RES

Il ressort pour l'essentiel une utilisation récurrente des critères comptables dans l'ensemble des secteurs à l'exception de ceux de la haute technologie et de la distribution qui privilégient clairement les méthodes des cours et des DCF. Ces deux secteurs sont en effet caractérisés par un nombre important de sociétés en forte phase de croissance au cours de la période d'étude et dont les résultats peuvent être négatifs avant la fusion. Par conséquent, leur évaluation est basée sur leurs perspectives de croissance ainsi que sur les anticipations du marché à leur égard plutôt que sur leurs coûts historiques. Ces résultats vont dans le sens de travaux français sur l'évaluation d'entreprise (Boisselier et Dufour, 2004 ; Bellier-Delienne et Bour, 2007).

Si l'observation des fréquences d'utilisation des critères a révélé un usage prédominant du cours, de l'ANR et des résultats, l'analyse des fréquences des critères déterminants (tableau 5) montre qu'il s'agit également des trois critères qui expliquent le mieux la parité finale (respectivement dans 46%, 17% et 11% des opérations). En revanche, si le critère des DCF est régulièrement mentionné (20%), il ne contribue pas véritablement à fixer la parité puisqu'il n'est le critère le plus déterminant que dans 5% des cas. Ces résultats sont confirmés lorsque l'échantillon est scindé selon la nature et l'initiative de l'opération.

Tableau 5. Fréquences des critères d'évaluation déterminants (en %)

Critères	Total	Restructuration		Prise de contrôle	
		Cible	Initiatrice	Cible	Initiatrice
<i>N</i>	<i>105</i>	<i>42</i>	<i>37</i>	<i>10</i>	<i>16</i>
Cours de bourse (Cours)	45,71	47,62	45,95	60,00	31,25
Actif net réévalué (ANR)	17,14	19,05	10,81	10,00	31,25
Résultats (RES)	10,48	4,76	18,92	0	12,50
Flux de trésorerie (DCF)	4,76	0	8,11	0	12,50
Dividendes (DIV)	1,90	0	2,70	0	6,25
Nb d'actions détenues (NBAD)	10,48	16,67	5,41	20,00	0
Actif net comptable (ANC)	1,90	0	5,41	0	0
Multiples (MUL)	2,86	4,76	2,70	0	0
Transactions antérieures (TRAN)	6,67	9,62	5,41	0	6,25
Chiffre d'affaires (CA)	0,95	0	2,70	0	0
Marge Brute Autofin. (MBA)	0,95	0	2,70	0	0
Excédent Brut d'Exploit. (EBE)	0,95	0	0	10,00	0
Valeur nominale de l'action (VNA)	0,95	0	0	0	0

Ils sont également confortés par les analyses de corrélation et de régression simple (tableau 6). En effet, il ressort qu'à l'exception des DCF, les critères lorsqu'ils sont utilisés, sont extrêmement liés à la parité finale, leurs coefficients de corrélation étant compris entre 0,951 et 0,999. Ces critères fournissent en outre des parités théoriques qui expliquent entre 88 et 99% de la variance de la parité finale. Seul le critère des DCF a un pouvoir explicatif relativement faible, de l'ordre de 17%.

Tableau 6. Coefficients de corrélation et R² ajustés des régressions simples entre la parité finale et les parités estimées selon les différents critères

	Cours	ANR	RES	DCF	DIV	NBAD	ANC	MUL	TRAN	CA	MBA
<i>N</i>	64	39	32	21	13	11	9	9	9	7	7
Coef. Pearson	0,999***	0,999***	0,983***	0,458**	0,972***	0,999***	0,998***	0,999***	0,963***	0,963***	0,951***
R ² ajusté	0,999	0,999	0,964	0,168	0,940	0,999	0,995	0,999	0,918	0,912	0,885

***, ** significatif à 1 et 5% ; pas de calcul pour l'EBE et la VNA car utilisés qu'une seule fois pour tout l'échantillon

Si Thauvron (2000) postule qu'en utilisant des critères peu pertinents, les dirigeants peuvent donner l'illusion d'une parité plus ou moins favorable et tromper ainsi les actionnaires, dans le contexte des fusions-absorptions, il semble que les critères fournissant une parité éloignée de la parité souhaitée ne sont tout simplement pas mentionnés dans les traités de fusion. Par ailleurs, les dirigeants, s'ils utilisent le critère des DCF, restent relativement prudents quant au poids qu'ils lui confèrent pour déterminer la parité.

4.2. Les pratiques de gestion des résultats

L'étude de la gestion des résultats a été opérée à travers deux approches. La première qui consiste en des tests de comparaison de moyennes des *Accruals* et de leurs composantes sur une période de 5 exercices avant l'opération de fusion, a pour objectif de mettre en relief l'existence de variations anormalement élevées à l'approche de l'opération.

Tableau 7. Comparaisons de moyennes des *Accruals* totaux et de leurs composantes (Standardisées par le total d'actif de l'année antérieure)

Postes	T-5/T-4			T-4/T-3			T-3/T-2			T-2/T-1		
	Dif. Moy.	t / z	Sign.	Dif. Moy.	t / z	Sign.	Dif. Moy.	t / z	Sign.	Dif. Moy.	t / z	Sign.
AT	0,004	t : 0,193 z : -0,790	0,847 ^{ns} 0,429 ^{ns}	0,001	t : 0,032 z : -0,342	0,974 ^{ns} 0,732 ^{ns}	-0,045	t : -1,445 z : -1,387	0,152 ^{ns} 0,165 ^{ns}	0,092	t : 2,422 z : -1,783	0,017 ^{**} 0,075 [*]
ΔBFR	0,007	t : 0,272 z : -0,033	0,786 ^{ns} 0,974 ^{ns}	-0,015	t : -0,890 z : -0,792	0,376 ^{ns} 0,428 ^{ns}	0,009	t : 0,479 z : -0,078	0,633 ^{ns} 0,937 ^{ns}	0,023	t : 1,058 z : -0,780	0,292 ^{ns} 0,436 ^{ns}
DA	-0,001	t : -0,803 z : -2,491	0,424 ^{ns} 0,013 ^{**}	-0,001	t : -0,479 z : -1,693	0,633 ^{ns} 0,090 [*]	0,001	t : 0,380 z : -0,696	0,705 ^{ns} 0,486 ^{ns}	-0,001	t : -0,564 z : -1,592	0,574 ^{ns} 0,111 ^{ns}
DP	0,000	t : -0,004 z : -0,067	0,997 ^{ns} 0,947 ^{ns}	0,004	t : 0,820 z : -0,236	0,414 ^{ns} 0,814 ^{ns}	0,015	t : 1,633 z : -1,144	0,105 ^{ns} 0,253 ^{ns}	-0,020	t : -2,024 z : -2,178	0,046 ^{**} 0,029 ^{**}
REP	-0,005	t : -0,579 z : -0,385	0,564 ^{ns} 0,700 ^{ns}	0,007	t : 0,925 z : -0,056	0,357 ^{ns} 0,956 ^{ns}	-0,010	t : -1,487 z : -0,757	0,140 ^{ns} 0,449 ^{ns}	0,009	t : 0,630 z : -0,663	0,530 ^{ns} 0,507 ^{ns}
PI	0,000	t : 0,210 z : -1,278	0,834 ^{ns} 0,201 ^{ns}	0,000	t : 0,266 z : -1,197	0,791 ^{ns} 0,231 ^{ns}	-0,000	t : -1,239 z : -1,430	0,218 ^{ns} 0,153 ^{ns}	0,000	t : 1,275 z : -1,408	0,205 ^{ns} 0,159 ^{ns}

** et * significatif à 5 et 10% ; ^{ns} : non significatif ; t, z : valeur des tests de Student et de Wilcoxon

Les résultats de ces tests (tableau 7) montrent une augmentation significative des *Accruals* totaux en t-1 alors qu'aucune augmentation significative n'est constatée pour les exercices antérieurs. Cette hausse (9,2% du total d'actif, statistiquement significative au seuil de 5 et 10% selon les tests de Student et Wilcoxon) proviendrait essentiellement d'une baisse significative des dotations aux dépréciations et provisions¹⁰ (2% du total d'actif, significative

¹⁰L'analyse a été réitérée en ajustant l'évolution des *accruals* et de leurs composantes par la médiane sectorielle annuelle de sociétés n'ayant pas participé à une fusion, et ce afin de neutraliser l'éventuel impact de facteurs économiques propres à chaque secteur d'activité. Les résultats obtenus (non rapportés) confirment les résultats initiaux.

à 5% quel que soit le test), celle-ci devrait avoir un impact positif sur le niveau des résultats¹¹. S'agissant des autres composantes, leurs évolutions laissent supposer un effet positif sur les résultats sans pour autant être significatives aux seuils conventionnels. En effet, la différence de moyenne de variation du BFR en t-1 est positive et équivaut à 2,3% du total d'actif. Cette variation peut non seulement provenir d'une négociation des délais de paiement des clients et fournisseurs plus intéressants pour les absorbantes, mais aussi d'une gestion réelle des approvisionnements et des ventes, de choix comptables en matière d'évaluation des stocks ou de constatation des charges et produits constatés d'avance. Cela étant, cette variation, si elle est supérieure en moyenne aux années antérieures, n'est pas significative au seuil de 10%. Le poids des dotations aux amortissements diminue en moyenne de 0,1% en t-1, ce qui devrait avoir pour effet d'améliorer le niveau de résultats. Quant aux reprises, les conclusions sont identiques, leur poids augmentant de près de 0,9%. Ces composantes sont toutefois, là encore, non significatives au seuil de 10%. L'ensemble de ces résultats conforte donc l'hypothèse selon laquelle les dirigeants adoptent des choix comptables et financiers discrétionnaires l'année précédant l'opération.

La seconde approche consiste à estimer la gestion des résultats des dirigeants à partir d'une version modifiée du modèle de Jones (1991). Son objectif est d'apporter un crédit supplémentaire aux résultats précédents. Pour déterminer le montant des *Accruals* discrétionnaires, les paramètres du modèle doivent dans un premier temps être estimés. Sur les 428 (321) observations-années (107 sociétés sur 4 (3) ans lorsque l'année testée est t-1 (t-2)), seules 406 (302) sont exploitées, et ce en raison d'observations manquantes et aberrantes. Les résultats (tableau 8) montrent que les modèles d'estimation par secteur d'activité pour la période t-5 à t-2 expliquent une bonne proportion des *Accruals* totaux. Les R² ajustés varient entre 31% et 96% et sont statistiquement significatifs aux seuls conventionnels de 1% ou 5%. Les résultats sont similaires pour les modèles estimés sur la période t-5 à t-3, à l'exception du secteur de l'agro-alimentaire qui devient non significatif. Les sociétés de ce secteur (au nombre de 4) ont donc été exclues du calcul des *Accruals* discrétionnaires pour l'année test t-2 avant la fusion.

Tableau 8. Coefficients de détermination et statistiques de Fisher des modèles sectoriels

Période d'estimation	t-5 à t-2				t-5 à t-3			
Modèles par secteur	N	R ² ajusté	Fisher	(Sign.)	N	R ² ajusté	Fisher	(Sign.)
Energies et eau	20	0,976	187,355	(0,000)***	15	0,970	151,563	(0,000)***
Agro-alimentaire	16	0,444	4,991	(0,018)**	12	0,104	1,426	(0,305) ^{ns}
Chimie, plastique, pharmacie	27	0,460	8,369	(0,001)***	19	0,594	9,762	(0,000)***
Métallurgie, sidérurgie	19	0,903	56,671	(0,000)***	14	0,929	57,323	(0,000)***
Machines et équipements	49	0,815	71,481	(0,000)***	36	0,826	56,516	(0,000)***
BTP, manutention	12	0,954	76,792	(0,000)***	9	0,950	52,006	(0,000)***
Textile, habillement	24	0,690	18,062	(0,000)***	18	0,652	11,615	(0,000)***
Haute technologie	94	0,422	23,635	(0,000)***	70	0,298	10,781	(0,000)***
Distribution	24	0,545	10,184	(0,000)***	18	0,517	7,064	(0,004)***
Services et communication	121	0,313	19,227	(0,000)***	91	0,260	11,534	(0,000)***
Total	406				302			

***, ** significatif à 1 et 5 % ; ^{ns} : non significatif

¹¹ Le règlement CRC 2000-06 relatif aux passifs réduit sensiblement la latitude d'action des dirigeants en matière de provisions. De même, le règlement CRC 2002-10 relatif à l'amortissement et à la dépréciation des actifs limite la discrétion des dirigeants en matière de dépréciation d'actif. Leur application n'étant obligatoire qu'à compter respectivement de 2002 et 2005, l'impact de ces règlements sur nos résultats reste relativement limité. L'année T-1, pour laquelle nous observons une évolution significative des dotations aux dépréciations et provisions, couvre en effet la période de 1996 à 2005. Dans respectivement 73% et 90% de l'échantillon, l'année T-1 intervient avant 2002 et 2005.

10 (9) modèles de régression ont ainsi été estimés, soit un pour chaque secteur d'activité. Ils servent à déterminer le montant des *Accruals* non-discrétionnaires pour chaque entreprise pour chaque année test. En moyenne, les coefficients estimés s'élèvent à 0,052 (0,032) pour $\bar{\alpha}$, à -0,010 (-0,019) pour $\bar{\beta}_1$, à -0,055 (-0,044) pour $\bar{\beta}_2$ puis à -0,662 (-0,592) pour $\bar{\beta}_3$ pour la période d'estimation t-5 à t-2 (t-5 à t-3). La part d'*Accruals* discrétionnaires pour chaque période test et pour chaque entreprise a ensuite été calculée par différence entre la valeur observée des *Accruals* totaux et le montant des *Accruals* non discrétionnaires précédemment obtenus.

Tableau 9. Statistiques des *Accruals* discrétionnaires les deux années avant l'opération (Standardisées par le total actif de l'année antérieure)

	t-2		t-1	
	Absorbantes	Contrôle	Absorbantes	Contrôle
Moyenne	0,003	-0,006	0,043	-0,007
Ecart-type	0,168	0,198	0,225	0,216
t (sign.)	0,197 (0,844) ^{ns}	-0,305 (0,761) ^{ns}	1,974 (0,051) [*]	-0,347 (0,729) ^{ns}
Différence de moyenne	0,008		0,050	
t (sign.)	0,298 (0,767) ^{ns}		1,793 (0,076) [*]	
z (sign.)	0,037 (0,971) ^{ns}		-1,846 (0,065) [*]	

^{*} significatif à 10% ; ^{ns} : non significatif

En procédant ainsi pour chaque secteur, la moyenne des ajustements discrétionnaires des dirigeants s'élèvent en t-1 à 4,3% du total d'actif de l'exercice précédant et est statistiquement significative au seuil de 10% (tableau 9). Ces résultats indiquent une gestion des résultats à la hausse des dirigeants l'année précédant la fusion. A l'inverse, aucune gestion des résultats n'est opérée en t-2, la moyenne des *Accruals* discrétionnaires étant non significative au seuil conventionnel de 10%. S'agissant des résultats relatifs à l'échantillon de contrôle, ils ne font également pas apparaître d'ajustements comptables discrétionnaires significatifs. Ces résultats témoignent donc de la volonté des dirigeants des sociétés absorbantes d'améliorer le résultat de leur entreprise juste avant l'opération. Ils confortent la littérature existante soutenant une gestion à la hausse des résultats dans le cadre des fusions-acquisitions. Ils sont en outre très proches des résultats obtenus par Erickson et Wang (1999), Sundgren (2003), Djama et Boutant (2006), Francoeur et Rakoto (2007), Asano et al. (2007) ou encore Botsari et Meeks (2008) qui obtiennent la preuve d'une gestion à la hausse des résultats comprise entre 2 et 7%.

CONCLUSION

L'objectif de ce papier était d'examiner si les sociétés absorbantes adoptent une politique comptable spécifique avant une opération de fusion-absorption française, et ce à travers (1) l'étude de l'approche multicritères exigées par les autorités financières pour déterminer la parité d'échange puis (2) l'étude de la gestion des résultats. En effet, selon la littérature académique essentiellement anglo-saxonnes, les opérations de fusions-acquisitions peuvent constituer un contexte incitant les dirigeants à adopter des choix comptables et financiers discrétionnaires visant à modifier la parité d'échange, celle-ci étant déterminante des pouvoirs et des richesses de ces dirigeants et de leurs actionnaires après l'opération. Afin de tester cette hypothèse, deux études empiriques ont été réalisées, à partir d'un échantillon de 107 fusions-absorptions intervenues entre 1997 et 2006. La première étude a consisté en une analyse des pratiques des dirigeants en matière de sélection et de combinaison des critères de parité. Les résultats ont montré d'une part que l'information comptable est centrale dans la détermination de la parité et suggèrent d'autres part que certaines pratiques en matière de choix de sélection et de combinaison des critères de parité peuvent être sujettes à caution au regard des

préconisations formulées par les autorités financières françaises. La mise en œuvre de l'approche multicritères n'est en effet pas systématique et des différences de pratiques substantielles en matière de sélection des critères existent entre sociétés initiatrices et cibles. En outre, les critères lorsqu'ils fournissent une parité éloignée de la parité souhaitée ne figurent pas dans les traités de fusion (à l'exception des DCF). La seconde étude s'est concentrée sur l'estimation de la gestion des résultats des dirigeants des sociétés absorbantes avant l'opération. Les résultats font apparaître des choix comptables et financiers discrétionnaires améliorant les bénéfices des sociétés absorbantes, et ce uniquement l'exercice précédant l'opération. Ceux-ci proviennent essentiellement d'une diminution significative des dotations aux dépréciations et provisions. En revanche, aucun comportement discrétionnaire n'est constaté pour les sociétés de contrôle.

Malgré les limites inhérentes aux études visant à détecter les comportements comptables discrétionnaires des dirigeants, cette recherche contribue à améliorer la compréhension des pratiques comptables des dirigeants. Si des études se sont intéressées à des contextes voisins comme les offres publiques, cette recherche est l'une des premières (après Djama et Boutant, 2006) à s'être penchée sur la politique comptable des dirigeants dans les opérations de fusion-absorption, et ce qu'il s'agisse du contexte particulier français ou celui anglo-saxon. Ce travail vient donc compléter les travaux antérieurs s'inscrivant dans le cadre des prolongements de la théorie politico-contractuelle en analysant un contexte incitatif certes proches d'autres contextes (les offres publiques et les Management Buy Out) mais manifestement peu étudié. De plus, cette étude, si elle conforte les travaux initiés par Djama et Boutant (2006) en étudiant un échantillon élargi d'opérations et en utilisant des mesures plus fines des *Accruals*, les prolonge en révélant l'existence de choix discrétionnaires en matière non seulement d'approche multicritères mais aussi de gestion des résultats (en particulier au niveau des dotations aux dépréciations et provisions). D'un point de vue pratique, ce travail peut donc permettre d'améliorer la détection des utilisateurs des comportements comptables discrétionnaires des dirigeants et *in fine* leur appréciation de la parité proposée. Il peut aussi contribuer à mieux orienter les contrôles des commissaires aux comptes et à la fusion.

A l'issue de ce travail, plusieurs développements ultérieurs peuvent être envisagés. L'un d'entre eux pourrait consister en un approfondissement des conditions de mise en œuvre de l'approche multicritères, notamment par des entretiens d'experts. Une autre perspective serait d'approfondir l'identification des déterminants des choix comptables discrétionnaires des dirigeants opérées par Djama et Boutant (2006). En particulier, il pourrait être intéressant de s'interroger sur l'influence de facteurs contextuels (nature, initiative de l'opération...) sur ces choix. Enfin, une troisième voie pourrait résider dans l'élargissement de ce travail aux autres opérations de fusion-acquisition françaises, elles aussi peu étudiées.

BIBLIOGRAPHIE

- Abdul Rahman, R., Abu Bakar, A. (2002). *Earnings management and acquiring firms preceding acquisitions in Malaysia*. APFA/PACAP/FMA Finance International Conference, Tokyo.
- Asano, T., Ishii, Y., Nakayama, S., Tashiro, T. (2007). *Earnings management and the market performance of acquiring firms in stock-for-stock mergers – Evidence from Japan*. 30th annual congress of European Accounting Association conference, Lisbonne.
- Baik, B., Kang, J.K., Morton, R. M. (2007). *Earnings Management in Takeovers of Privately Held Targets*. Working Paper, Florida State University.

- Bellier Delienne, A., Bour, E. (2007). Etude des méthodes d'évaluation des sociétés faisant l'objet d'une offre publique d'achat. *La revue du Financier* 165 : 4-31.
- Boisselier, P., Dufour, D. (2004). *Introduction en bourse et gestion du résultat : l'exemple du nouveau marché*. 17^{ème} journées nationales des IAE, Lyon.
- Botsari, A., Meeks, G. (2008). Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid? *Journal of Business Finance and Accounting* 35 (5-6): 633-670.
- Casta, J.F. (2000). Politique comptable des entreprises. In *Encyclopédie de comptabilité, de contrôle de gestion et audit* (Ed, Colasse B.). Paris: Economica, 961-975.
- Christie, A. E., Zimmerman, J. L. (1994). Efficient and opportunistic choices of accounting procedures: corporate control contests. *The Accounting Review* 69 (4): 539-566.
- Cormier, D., Magnan, M. (1995). La gestion stratégique des résultats : le cas des firmes publiant des prévisions lors d'un premier appel public à l'épargne. *Comptabilité – Contrôle – Audit* 1 (1) : 45-61.
- Cormier, D., Magnan, M., Morard, B. (1998). La gestion stratégique des résultats : Le modèle anglo-saxon convient-il au contexte suisse ? *Comptabilité – Contrôle - Audit* 4(1) : 25-48.
- Da Silva Rosa, R., Sheung, A., Walter, T. (2000). *Is earnings management systematically associated with the use of stock payment in takeovers?* Working Paper, University of Sydney.
- DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review* 61 (3): 400-420.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G., Sweeney, A.P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70 (2): 193-226.
- Djama, C., Boutant, J. (2006). Stratégie comptable des dirigeants et parité d'échange : le cas des fusions françaises. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 12 (2): 191-218.
- Easterwood, C. (1998). Takeovers and incentives for earnings management: an empirical analysis. *Journal of Applied Business Research* 14 (1): 29-47.
- Eddey, P. H., Taylor, S. L. (1999). Director's recommendations on takeover bids and the management of earnings: evidence from Australian takeovers. *Abacus* 35 (1): 29-45.
- Erhel, J. (1980). Les facteurs de l'évaluation dans les opérations de fusions absorptions. *Analyse financière* (2) : 66-72.
- Erickson, M., Wang, S. (1999). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics* 27 (2): 149-176.
- Faccio, M., Lang, L. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65 (3): 365-395.
- Francoeur, C., Rakoto, P., (2007). *Earnings management and post-merger financial performance of Canadian acquiring firms*. Cahier de Recherche, HEC Montréal.
- Groff, J.E., Wright, C.J. (1989). The market for corporate control and its implications for accounting policy choice. *Advances in Accounting* 7: 3-21.
- Healy, P, Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard settings. *Accounting Horizons* 13 (4): 365-383.
- Heron, R., Lie, E. (2002). Operating performance and the method of payment in takeovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 37 (1): 137-155.
- Husson, B. (1987). *La prise de contrôle d'entreprises : motivations, conséquences et freins: une analyse des contextes français et américain*. 1^{ère} édition, Paris: Presse Universitaire de France.
- Jeanjean, T. (2002). *Gestion des résultats et gouvernement d'entreprise : une analyse des déterminants et formulation d'un modèle de mesure*. Doctorat en sciences de gestion, Paris: Université Paris Dauphine.
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76 (2): 323-329.
- Jensen, M.C. (1988). Takeovers: their causes and consequences. *Journal of Economic Perspectives* 2 (1): 21-48.

- Jensen, M.C., Meckling, W. (1976). Theory of the firm: management behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- Jensen, M.C., Ruback, R.S. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics* 11 (1-4): 5-50.
- Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2): 193-228.
- Koumanakos, E., Siriopoulos, C., Georgopoulos, A. (2005). Firm acquisitions and earnings management: evidence from Greece. *Managerial Auditing Journal* 20 (7): 663-678.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54 (2): 471-517.
- Le Nadant, A. L. (2000). *La performance des LBO : l'expérience française*. Doctorat en sciences de gestion, Rennes: Université Rennes 1.
- Louis, H. (2004). Earnings management and the market performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics* 74 (1): 121-148.
- Mard, Y. (2002). *Déterminants et instruments de la gestion des résultats comptables : Etude empirique sur un échantillon d'entreprises françaises cotées*. Doctorat en sciences de gestion, Aix-Marseille: Université Paul Cézanne.
- Missonier-Piera, F., Ben-Amar, W. (2007). La gestion des résultats comptables lors des prises de contrôle : une analyse dans le contexte suisse. *Comptabilité – Contrôle - Audit* 13 (1): 137-156.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions? *Journal of Finance* 45 (1): 31-48.
- North, D. S., O'Connell, B. T. (2002). *Earnings management and mode of payment in takeovers*. Working Paper, University of Richmond Virginia.
- Perier, S. (1997). *Gestion des résultats comptables et introduction en bourse : hypothèses et résultats empiriques*. 14^{ème} journée internationale de l'Association Française de Finance, Grenoble.
- Perry, S.E., Williams, T.H. (1994). Earnings management preceding management buyout offers. *Journal of Accounting and Economics* 18 (2): 157-179.
- Rees, L., Gill, S., Gore, R. (1996). An investigation of asset write-downs and concurrent abnormal accruals. *Journal of Accounting Research* 34 (3): 157-169.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business* 59 (2): 197-216.
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons* 3 (4): 91-102.
- Shivakumar, L. (2000). Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings? *Journal of Accounting and Economic* 29 (3): 339-371.
- Shleifer, A., Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52 (2): 737-783.
- Shleifer, A., Vishny, R. (2003). Stock market driven acquisition. *Journal of Financial Economics* 70 (3): 295-311.
- Sundgren, S. (2003). *Earnings management preceding acquisitions*. Working Paper, Swedish School of Economics and Business Administration.
- Thauvron, A. (2000). *Mesures et gestion de l'asymétrie d'information avant une offre publique*. Doctorat en sciences de gestion, Paris: Université Paris Val de Marne.
- Trébucq, S. (2000). *Conséquences des méthodes d'évaluation sur la détermination des valeurs d'échange : le cas des fusions françaises de 1992 à 1996*. Doctorat en sciences de gestion, Bordeaux: Université Bordeaux 4.
- Watts, R. L., Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of a determination of accounting standards. *The Accounting Review* 53 (1): 112-134.
- Watts, R. L., Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall International Editions.
- Wu, Y.W. (1997). Management buyout and earnings management. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 12 (4): 373-389.